

# Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Theodor Baums / Stephan Hutter

**„Die Information des Kapitalmarkts  
beim Börsengang (IPO)“**

Nr. 93



Institut für Bankrecht

Arbeitspapiere

# Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)

Theodor Baums\* und Stephan Hutter\*\*

## I. Einführung

In den vergangenen Jahren haben sich die Kapitalmärkte und das Anlegerinteresse an der Aktie in Deutschland stark verändert. Die Suche nach einer notwendigen und rentablen Ergänzung traditioneller Altersvorsorgeformen hat dazu ebenso beigetragen wie die Privatisierung von im Staatsbesitz gehaltenen Unternehmen. Aber auch der Börsengang einer Vielzahl junger Unternehmen sorgt in bisher nicht gekanntem Ausmaß für zusätzliches Interesse der „Erbengeneration“, der die Beteiligung kostengünstig über Online-Broker ermöglicht wird.<sup>1</sup> Eine hervorragende Bedeutung kommt in diesem Zusammenhang dem Neuen Markt der Deutschen Börse zu, der sich seit seiner Einrichtung 1997 hinsichtlich der Zahl der Neuemissionen, der Marktkapitalisierung und der Börsenumsätze auch im internationalen Vergleich außergewöhnlich erfolgreich entwickelt hat.<sup>2</sup> Der gegenwärtige Konjunkturabschwung, der von einem starken Rückgang der Kurse an den Börsen und darunter auch vor allem am Neuen Markt begleitet wurde, gibt Gelegenheit, über allfällige Verbesserungen des regulatorischen Umfelds nachzudenken, die helfen sollen, die Effizienz des organisierten Kapitalmarkts weiter zu steigern und das Vertrauen der Anleger in das ordnungsgemäße Funktionieren des Markts zu festigen. Die Deutsche Börse hat mit Verbesserungen des Regelwerks Neuer Markt<sup>3</sup> bereits wichtige Schritte in diese Richtung unternommen. Weitere erhebliche Verbesserungen sind vom Vierten Finanzmarktförderungsgesetz,<sup>4</sup> der Arbeit des Primary Markets Advisory Committee der

---

\* Prof. Dr. Dr.h.c., Johann Wolfgang Goethe-Universität.

\*\* Dr. iur., Rechtsanwalt in Frankfurt/Main; Mitglied des Primary Markets Advisory Committee der Deutsche Börse AG.

<sup>1</sup> Umfassende Dokumentation hierzu in: Deutsches Aktieninstitut (DAI), DAI-Factbook, Frankfurt/M. 2001.

<sup>2</sup> Vgl. Deutsche Börse AG (Hrsg.), Neuer-Markt-Report. Zugang zum Europäischen Kapitalmarkt - Schlüssel für Wachstum (2001), S. 16 ff., 98 ff.; kapitalmarktrechtliche Analyse bei Plückelmann, Der Neue Markt der Deutsche Börse AG (2000). Zur Diskussion vor Einführung des Neuen Markts mwN Baums, Mittelständische Unternehmen und Börse, in: Festschrift für Mestmäcker, 1996, S. 815 ff.

<sup>3</sup> Directors' Dealings ab März 2002; Strukturierte Quartalsberichte ab September 2001; neue Ausschlußkriterien ab Oktober 2001.

<sup>4</sup> Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), BT-Drucks. 14/8017.

Deutsche Börse AG<sup>5</sup> und der Umsetzung der Vorschläge der Regierungskommission „Corporate Governance“ zur Haftung bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation<sup>6</sup> zu erhoffen. Hinzu kommen Vorschläge der EU-Kommission.<sup>7</sup> Aber auch jenseits dieser bereits umgesetzten oder geplanten Schritte ist weiterer Reformbedarf auszumachen. Eine im Auftrag der Deutsche Börse AG erstellte Studie, in der das Regelwerk Neuer Markt mit dem der US-amerikanischen NASDAQ verglichen wurde, hat in mehreren Einzelpunkten Defizite des deutschen Systems aufgezeigt.<sup>8</sup> Die nachfolgenden Ausführungen gehen dem für die Kapitalmarktinformation beim Börsengang (IPO), d. h. der erstmaligen Notierung von Aktien an einer Börse, nach. Ein eingehender Rechtsvergleich mit der US-rechtlichen Regulierung (dazu unten II.) weist auf Defizite im deutschen Kapitalmarktrecht hin, die behoben werden sollten. Dabei sind insbesondere die Vorschläge der EU-Kommission zur geplanten Prospekt-Richtlinie<sup>9</sup> zu würdigen (dazu unten III.). Die Ergebnisse unserer Studie sind im wesentlichen: Erstens, es sollte dafür Sorge getragen werden, daß die Emittentin während der Vorbereitung eines Börsengangs außerhalb des Emissionsprospekts keine Informationen verbreitet, die mit den Angaben im Prospekt nicht übereinstimmen oder sonst geeignet sind, die aufgrund des Prospekts zu gewinnende Einschätzung des Wertpapiers zu verändern. Zweitens, die formale wie die inhaltliche Qualität des Emissionsprospekts sollte verbessert werden. Drittens, die Verteilung von Unternehmensstudien („Research Reports“) der Konsortialbanken während der Plazierung sollte der Marktpraxis bei internationalen Börsengängen angepaßt werden.

---

<sup>5</sup> Das Primary Markets Advisory Committee ist ein mit repräsentativen Marktteilnehmern besetztes Beratungsgremium der Deutsche Börse AG, das sich u. a. mit der Erarbeitung sog. „Going Public Principles“ beschäftigt, um die derzeit geltenden Kapitalmarktstandards für Börsengänge in Deutschland an die internationale Kapitalmarktpraxis heranzuführen.

<sup>6</sup> Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdz. 181 ff.

<sup>7</sup> Zum Vorschlag der Prospekttrichtlinie s. unten Fn. 9) und die nachfolgenden Ausführungen.

<sup>8</sup> Shearman & Sterling, Genügt das deutsche Kapitalmarktrecht internationalen Standards?, in: Neuer-Markt-Report, aaO (Fn. 2), S. 54 ff.

<sup>9</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, vom 30.5. 2001, KOM (2001) 280 endg.

## II. Die Rechtslage in den USA

### 1. Allgemeines

Die Ausgabe von und der Handel mit Wertpapieren ist in den USA vor allem durch den Securities Act (SA) von 1933 und den Securities Exchange Act (SEA) von 1934 reguliert. Hauptanwendungsbereich des SA ist die öffentliche Platzierung von Wertpapieren (einschließlich des erstmaligen öffentlichen Angebotes, des sog. „Initial Public Offering“), während der SEA vor allem den Sekundärhandel von bereits ausgegebenen und in Umlauf befindlichen Wertpapieren regelt.<sup>10</sup> Die Anwendung und Durchsetzung dieser Kapitalmarktgesetze obliegt vor allem der Wertpapieraufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC).<sup>11</sup> Der Securities Act untersagt das öffentliche „Angebot“ und den öffentlichen Verkauf von Wertpapieren, die nicht bei der SEC registriert worden sind (es bestehen jedoch Ausnahmeregelungen für bestimmte Arten von Wertpapieren und Transaktionen, z.B. für den Verkauf an sog. qualifizierte institutionelle Käufer sowie den registrierungsfreien Verkauf von Wertpapieren im Sekundärhandel). Ziel des SA ist vor allem, daß dem potentiellen Investor alle wesentlichen Informationen zur Verfügung gestellt werden, die er für eine fundierte Anlageentscheidung benötigt. Aus diesem obersten Prinzip lassen sich zwei Grundregeln ableiten: Erstens legt der SA im Hinblick darauf die Pflicht zur Registrierung bei der SEC durch einen Registrierungsantrag (sog. „Registration Statement“) fest; Wertpapiere dürfen öffentlich erst angeboten werden, wenn die SEC das „Registration Statement“ für wirksam erklärt hat. Und zweitens hat der als Bestandteil des „Registration Statement“ einzureichende Verkaufsprospekt alle für einen Investor „wesentlichen“ Informationen zu enthalten. Der geprüfte Prospekt soll die zentrale Entscheidungsgrundlage für den Investor bieten. Das ist im folgenden näher darzustellen.

---

<sup>10</sup> Aus der deutschen Literatur dazu Wilhelm, WPg 1988, 364, 365; Noller, Die Bank 1992, 420, 421; Böckenhoff/Ross, WM 1993, 1781, 1784; Roquette/Stanger, WM 1994, 137, 138; Hutter, in: Semler/Volhard, Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, Bd. 1, 2002, § 23 Rdz. 147 ff.

<sup>11</sup> § 4 SA, 15 U.S.C. 78d, sowie §§ 6 und 19 SEA, 15 U.S.C. 77f und 77s.

## 2. Publizitätsbeschränkungen während der Registrierung

Der Registrierungsverfahren bei der SEC im Falle eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren läßt sich im Wesentlichen in drei Abschnitte unterteilen.<sup>12</sup> Den ersten Abschnitt bildet der Zeitraum zwischen dem Entschluß einer Gesellschaft, ein öffentliches Angebot durchzuführen, bis zum Einreichen des Registrierungsantrags bei der SEC (sog. „Pre-Filing Period“). Der zweite Abschnitt erstreckt sich vom Einreichen des Registrierungsantrags bei der SEC bis zu dessen Wirksamkeitserklärung durch die SEC (sog. „Waiting Period“). Der dritte Abschnitt schließlich beginnt, nachdem die SEC den Registrierungsantrag für wirksam erklärt hat (sog. „Effectiveness“). Der Securities Act legt den Marktteilnehmern während dieser drei Phasen hinsichtlich Veröffentlichungen aller Art, die geeignet sind, den Markt für eine geplante Wertpapieremission zu „konditionieren“, sowie hinsichtlich Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren beträchtliche Beschränkungen auf.<sup>13</sup> Die Beachtung dieser Regeln wird mit der Androhung drakonischer Strafen erzwungen.

### a) „Pre-Filing Period“

Bevor ein Registrierungsantrag bei der SEC eingereicht ist, dürfen weder schriftliche noch mündliche Angebote abgegeben werden.<sup>14</sup> Die SEC legt den Begriff „Angebot“ sehr weit aus und schließt jegliche Veröffentlichungen ein, die geeignet sind, den Markt zu beeinflussen oder ein öffentliches Interesse an den Wertpapieren zu wecken.<sup>15</sup> Publierte Informationen eines Unternehmens, die auf herkömmlichem Weg oder durch Verwendung einer Website verbreitet werden, können daher als ein unzulässiges Angebot von Wertpapieren und damit als Tatbestand einer vorzeitigen Bekanntmachung (sog. Gun Jumping) angesehen werden, wenn festgestellt wird, daß sie den Markt für eine bevorstehende Wertpapieremission aufnahmebereit machen.

Die SEC hat in den letzten Jahren in Bezug auf die Veröffentlichung von Informationen eines Unternehmens, die nicht im Registrierungsantrag (einschließlich des Prospekts) enthalten waren, vor oder während der Registrierungsphase einer Wertpapieremission eine sehr

---

<sup>12</sup> § 5 SA, 15 U.S.C. 77e.

<sup>13</sup> Eingehend zum folgenden Hutter aaO (Fn. 10), Rdz. 170 ff.; Lotze, US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Internet, Jur. Diss. Osnabrück 2002, § 14.

<sup>14</sup> § 5(c) SA, 15 U.S.C. 77e(c).

<sup>15</sup> Siehe z.B. Guidelines for the Release of Information by Issuers Whose Securities are in Registration [Richtlinien für die Veröffentlichung von Informationen durch Emittenten, deren Wertpapiere sich in Registrierung befinden], Securities Act Release No. 33-5180 (16. Aug. 1971); Interpretations by the Commission re the publication of information [Auslegungen der SEC in Bezug auf die Veröffentlichung von Informationen], Securities Act Release No. 33-5009 (7. Okt. 1969); und Publication of Information Prior to or After the Effective Date of a Registration Statement [Veröffentlichung von Informationen vor oder nach Inkrafttreten eines Registrierungsantrags], Securities Act Release No. 33-3844 (8. Okt. 1957). Nach dem Securities Act bedeutet „Angebot“ nicht eine Willenserklärung, bei deren Annahme durch den Empfänger ein Vertrag zustande kommt. Vielmehr gilt als „Angebot“ i.S.d. Securities Act auch jeder Versuch, ein Wertpapier zu veräußern bzw. jede Aufforderung zum Angebot, das Wertpapier zu kaufen, selbst wenn dieser Versuch nicht als „Angebot“ im vertragsrechtlichen Sinne gilt; § 2(3) des Securities Act.

restriktive Haltung eingenommen. In zahlreichen Fällen wurde verlangt, Aussagen von Führungskräften oder Mitarbeitern der Emittentin oder der Konsortialmitglieder, die diese anderweitig gemacht hatten, in das „Registration Statement“ aufzunehmen, wenn die SEC der Ansicht war, daß diese Aussagen geeignet waren, den Markt für die Wertpapiere zu konditionieren. Alternativ wurde angeordnet, dass der geplante Börsengang verschoben werden muss (sog. „Cooling Off Period“).

Die SEC erkennt freilich an, daß eine Wertpapieremission eine wesentliche Maßnahme bzw. Entwicklung eines Unternehmens darstellt, die ihren Aktionären und den Kapitalmärkten rechtzeitig bekannt gegeben werden muß. Gemäß Rule 135 zum Securities Act ist es daher einer Emittentin unter bestimmten Auflagen bzw. in eingeschränktem Umfang gestattet, bereits vor dem Einreichen eines Registrierungsantrags Informationen über eine Emission zu veröffentlichen. Eine solche Bekanntmachung gilt nicht als Angebot im Sinne von § 5 SA, sofern darin darauf hingewiesen wird, daß die Emission durch einen Prospekt erfolgen wird und die Bekanntmachung nicht mehr als die folgenden zusätzlichen Informationen enthält:<sup>16</sup>

- den Namen der Emittentin;
- die Art, die Anzahl und die wesentlichen Bedingungen der anzubietenden Wertpapiere;
- den Teil der Emission, der etwaigen Altaktionären angeboten werden soll (sofern anwendbar);
- den erwarteten Zeitpunkt des Angebots;
- einen kurzen Bericht über das Plazierungsverfahren und den Grund für die Emission, ohne Bekanntgabe der beteiligten Konsortialbanken; und
- bestimmte zusätzliche Einzelheiten im Fall einer Bezugsrechtsemission an Altaktionäre der Emittentin, eines Umtauschangebots oder eines Angebots an Mitarbeiter.

Nicht gestattet ist vor dem Einreichen eines Registrierungsantrags die Veröffentlichung der Namen der den geplanten Börsengang begleitenden Konsortialbanken.

#### b) Die „Waiting Period“

Nach Einreichen des Registrierungsantrags steht mündlichen Angeboten nichts mehr entgegen; freilich kommt immer eine Haftung gemäß § 12(a)(2) SA<sup>17</sup> in Betracht. Schriftlich sind eingeschränkte Mitteilungen über eine Emission nach Rule 134 zum Securities Act möglich,<sup>18</sup> sofern in ihnen die Wertpapiere und deren Preis genannt werden und angegeben

---

<sup>16</sup> Rule 135 zum Securities Act, 17 C.F.R. 230.135.

<sup>17</sup> In § 12(a)(2) SA wird einer Person, die ein registriertes oder unregistriertes Wertpapier auf der Grundlage eines Prospekts oder durch mündliches Angebot, der bzw. das „eine unwahre Darstellung einer wesentlichen Tatsache enthält oder ... es unterläßt, eine wesentliche Tatsache anzugeben, die notwendig ist, damit die Darstellungen angesichts der Umstände, unter denen sie abgegeben werden, nicht irreführend sind“, anbietet oder verkauft, eine zivilrechtliche Haftung (Rückabwicklung oder Schadensersatz) auferlegt.

<sup>18</sup> Rule 134 zum Securities Act, 17 C.F.R. 230.134.

wird, wo man einen Prospekt gemäß § 10 SA erhält und von wem die Aufträge ausgeführt oder andere von der SEC genehmigte Informationen mitgeteilt werden.

### c) Wirksamkeitserklärung

Sobald der Registrierungsantrag von der SEC für wirksam (effective) erklärt wurde, dürfen gemäß § 5(a) SA Wertpapierverkäufe erfolgen. § 5(b)(2) SA schreibt jedoch vor, daß einem Investor entweder vor oder zusammen mit der Bestätigung des Verkaufs oder der Lieferung der Wertpapiere ein endgültiger Prospekt übergeben werden muß, der die Vorschriften von § 10(a) SA erfüllt.

## 3. Bedeutung, Begriff und Inhalt des Prospekts

### a) Allgemeines

Die Registrierungserfordernisse des Securities Act werden im Wesentlichen durch das Einreichen des Registrierungsantrages bei der SEC erfüllt. Der Registrierungsantrag besteht grundsätzlich aus dem eigentlichen Prospekt sowie aus weiteren Informationen, die von der SEC gefordert werden.<sup>19</sup> Der Antrag muß insbesondere eine detaillierte Beschreibung der Geschäftstätigkeit, der auszugebenden Wertpapiere und der Finanzausweise der Emittentin enthalten. Darüber hinaus müssen bestimmte wesentliche Unterlagen eingereicht werden, z.B. wesentliche Verträge der Emittentin, gesellschaftsrechtliche Dokumente u.a.m.

Vorgegeben wird dies alles durch von der SEC entwickelte Formulare, die präzise und außerordentlich detaillierte Anforderungen stellen. Dabei handelt es sich nicht lediglich um Blanko-Vordrucke, die nur ausgefüllt werden müßten. Vielmehr sind über die Beantwortung der dort gestellten Fragen hinaus grundsätzlich alle wesentlichen, eine Emittentin betreffenden Informationen offenzulegen, auch wenn im Formular nicht explizit danach gefragt wird. Eine Information ist wesentlich, wenn eine erhebliche Wahrscheinlichkeit besteht, daß ein vernünftiger Investor ihr im Rahmen seiner Entscheidung über Kauf oder Verkauf der Wertpapiere Bedeutung beimessen würde.<sup>20</sup> Auch hier wird wieder das Bestreben deutlich, Prospekt und Registrierungsunterlagen so informativ wie möglich zu gestalten. Zugleich soll sichergestellt werden, daß der – möglichst informative – Prospekt und nur der Prospekt die wesentliche Entscheidungsgrundlage für den Investor bietet.<sup>21</sup> Dem dienen die bereits erwähnten Publizitätsbeschränkungen während der Registrierung (dazu oben 2.) und des weiteren die ausdehnende Auslegung der Begriffe „Angebot“ und „Prospekt“: Wie bereits oben erwähnt, handelt es sich bei Veröffentlichungen, die geeignet sind, den Markt zu konditionieren oder ein öffentliches Interesse an Wertpapieren zu wecken, um „Angebote“ von Wertpapieren, die vor und während der Registrierung der Wertpapiere im Wesentlichen unzulässig sind.<sup>22</sup> Ferner darf gemäß § 5(b)(1) SA im Zusammenhang mit einer Wertpapieremission nur ein Prospekt verwendet werden, der die Anforderungen von § 10 SA erfüllt. In § 2(a)(10) SA ist der Begriff „Prospekt“ sehr weit definiert und umfaßt alle Arten

---

<sup>19</sup> Einzelheiten bei Hutter, aaO (Fn. 10), Rdz. 194 ff.

<sup>20</sup> S. Rule 405 zum SA, 17 C.F.R. 230.405.

<sup>21</sup> Dem dienen auch die Anforderungen an sprachliche Klarheit und Allgemeinverständlichkeit des Prospekts („plain English rule“), die gleichfalls von der SEC überprüft werden; §§ 7, 8 SA; Rule 421 zum SA, 17 C.F.R. 230.421.

<sup>22</sup> Vgl. oben Text und Fußn. 15.

von schriftlichen Mitteilungen<sup>23</sup> sowie Beiträge im Radio oder Fernsehen und die Verwendung des Internet.<sup>24</sup> Das bedeutet, daß derartige Verlautbarungen den förmlichen und inhaltlichen Anforderungen an Prospekte genügen müssen und den scharfen Regeln der Prospekthaftung unterfallen.

Was die Anforderungen an den Prospektinhalt angeht, so sollen im Folgenden zwei Bereiche näher betrachtet werden: die Offenlegung von „Related Party Transactions“ (unten b)) und die Behandlung zukunftsgerichteter Aussagen (dazu unten c)).

#### b) Offenlegung von „Related Parties Transactions“ in einem Prospekt

In den USA müssen Emittenten in Verkaufsprospekten Art und Umfang getätigter oder geplanter Geschäfte zwischen der Emittentin und deren mit ihr verbundenen Unternehmen einerseits und einer der Emittentin nahestehenden Person („related party“) andererseits offenlegen, sofern diese Geschäfte für zumindest eine dieser Parteien von wesentlicher

---

<sup>23</sup> Ein Prospekt gemäß § 10 SA schließt einen endgültigen Prospekt gemäß § 10(a) SA und einen noch nicht vollständigen Prospekt gemäß § 10(b) SA mit ein. Bisher wurde die in § 2(a)(10) SA enthaltene Definition von „Prospekt“ von der SEC sehr weit gefaßt. Der oberste Gerichtshof der USA hat 1995 allerdings eine etwas restriktivere Auffassung zum Geltungsbereich von § 2(a)(10) SA entwickelt. Er führt aus, daß sich die verschiedenen, in § 2(a)(10) SA verwendeten Begriffe, nämlich „Prospekt“, „Mitteilung“, „Verkaufsprospekt“ und „Anzeige“ auf „weit verbreitete“ Dokumente beziehen und „Prospekt“ ein Begriff ist, der sich auf ein Dokument bezieht, in dem eine öffentliche Emission von Wertpapieren beschrieben wird, und kein Begriff, der alle schriftlichen Mitteilungen, in denen ein Wertpapier zum Verkauf angeboten ist, mit einschließt. *Gustafson v. Alloyd Co., Inc.*, 115 S. Ct. 1061, 1070 (1995) ( § 12(a)(2) SA, ist bei Privatplatzierungen oder Transaktionen auf Sekundärmärkten nicht anzuwenden). Nach Auslegung einiger Kommentatoren bedeutet dies, daß nur die in weit verbreiteten Dokumenten enthaltenen Verlautbarungen und Angebote im Rundfunk oder Fernsehen untersagte Angebote darstellen. Schriftliches Material dagegen, das für einen beschränkten Adressatenkreis gedacht ist, kann selbst im Zusammenhang mit einer öffentlichen Emission außerhalb der Definition von „Prospekt“ liegen. Siehe z.B. J. Strickland und D. Neier, *Regulation of Roadshows*, 962 PLI/Corp 133 (1996).

<sup>24</sup> Siehe § 2(a)(10) SA. Der Verweis auf Rundfunk und Fernsehen in der Definition von „Prospekt“ in § 2(a)(10) SA hat die Verwendung der elektronischen Kommunikation zur Durchführung von Roadshows bis vor kurzem aus rechtlicher Sicht ausgeschlossen. Die SEC hat jedoch eine Reihe von Stellungnahmen in Bezug auf elektronische Roadshows im Zusammenhang mit registrierten Emissionen veröffentlicht. Siehe u. a. *Private Financial Network*, 1997 SEC No-Act. LEXIS 406 (12. März 1997); *Net Roadshow, Inc.*, 1997 SEC No-Act. LEXIS 864 (8. Sept. 1997); *Bloomberg L.P.*, 1997 SEC No-Act. LEXIS 1023 (1. Dez. 1997); und *Thomson Financial Services, Inc.*, 1998 SEC No-Act. LEXIS 837 (4. Sept. 1998). Bei Einsatz des Internet als Kommunikationsmedium im Rahmen einer Wertpapieremission läuft ein Unternehmen grundsätzlich Gefahr, eine vermeintlich nicht angebotsbezogene Webseite zu einem „Prospekt“ zu machen, indem es den Seitenbesucher z.B. mittels Hyperlink zu einem auf der Website enthaltenen Dokument leitet, das aus rechtlicher Hinsicht als ein „Angebot“ von Wertpapieren zu qualifizieren ist. Die beiden Websites bzw. Dokumente seien, so die SEC, als ein Angebot von Wertpapieren angesehen. Zum Ganzen demnächst eingehend Lotze, aaO (Fn. 13).



Bedeutung („material“) oder ungewöhnlich sind. Auch sind sämtliche zum Zeitpunkt der Veröffentlichung nicht voll getilgten Darlehen einschließlich Bürgschaften und Patronatserklärungen aller Art, die die Emittentin oder ein verbundenes Unternehmen einer „nahestehenden Person“ gewährt hat, offenzulegen. Die einschlägigen Vorschriften legen detailliert fest, wer zum Kreis der einzubeziehenden „nahestehenden Personen“ zählt.<sup>25</sup> Nach den Bestimmungen des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts rechnen zu den „nahestehenden Personen“ insbesondere alle in einem gemeinsamen Haushalt lebenden Personen.

#### c) Zukunftsgerichtete Aussagen

Der größte Teil der in einem Prospekt enthaltenen Informationen betrifft die Entwicklung des Unternehmens in der Vergangenheit sowie den gegenwärtigen Stand der Geschäftstätigkeit und die gesellschaftsrechtliche Struktur der Emittentin. Von besonderer Bedeutung für die Anlageentscheidung sind aber erfahrungsgemäß zukunftsgerichtete Aussagen zu Umsatzentwicklung, Profitabilität, Investitionen u.a.m.

Prognoseaussagen in einem Prospekt sind in besonderem Maße heikel. Übertrieben optimistische Aussagen können Investoren irreführen. Auf der anderen Seite muß vermieden werden, z.B. durch unangemessene Haftungsandrohungen grundsätzlich zulässige und nützliche Einschätzungen seitens des Managements ganz zu unterbinden.

Während in den USA früher die Verwendung von in die Zukunft gerichteten Aussagen verboten war, hat die SEC in den letzten Jahren die Bedeutung solcher Aussagen zunehmend anerkannt und Regeln erlassen, die die zulässige Verwendung solcher Aussagen im Rahmen von Wertpapiertransaktionen festlegen. Für Sekundärplazierungen, allerdings nicht für Börsengänge, steht eine sogenannte „Safe Harbor“-Regelung zur Verfügung, die bei Beachtung gegen Klagen wegen Falschaussagen im Prospekt schützt.<sup>26</sup> Danach ergibt sich auch bei unzutreffenden zukunftsgerichteten Aussagen keine Haftung, wenn die zukunftsgerichtete Aussage als solche gekennzeichnet und mit deutlichen Warnhinweisen („Meaningful Cautionary Statement“) versehen war, die die wichtigsten der einer zukunftsgerichteten Aussage zugrunde liegenden Annahmen und Einflußfaktoren im einzelnen darlegen. Eine Haftung entfällt ferner, wenn dem Kläger nicht der Nachweis gelingt, daß der Autor der zukunftsgerichteten Aussage positive Kenntnis davon hatte, daß die Aussage falsch oder irreführend war. Obwohl eine entsprechende ausdrückliche „Safe Harbor“-Regelung für Börsengänge fehlt, kann sich die Emittentin auch hier durch eine vorsichtige Beschreibung solcher Umstände schützen, die als zukunftsgerichtete Aussagen bedeutsam und als solche verstanden werden könnten.

#### 4. Verteilung von Research Reports

Wie bereits erwähnt, sind in den USA öffentliche Angebote von Wertpapieren grundsätzlich ausschließlich auf der Grundlage eines Prospekts zu unterbreiten. Als unzulässige Werbemaßnahme könnte demnach auch angesehen werden, wenn die Emittentin sich aktiv an der Erstellung einer Unternehmensstudie („Research Report“) beteiligen oder diese selbst,

---

<sup>25</sup> Reg. § 229.404 (Regulation S-K).

<sup>26</sup> Sec. 27A SA; vgl dazu auch Sec. 21(E) SEA (analoge „Safe Harbor“-Regelung für SEA-Berichte); Item 10(b) Regulation S-K und Rule 175 zum SA, 17 C.F.R. 230.175.

z.B. auf ihrer Website, veröffentlichen würde. Im Hinblick darauf erlegen sich die Konsortialbanken, die eine Emission begleiten, bei der Erstellung und Verbreitung solcher Research Reports strenge Beschränkungen auf. Bei bereits börsennotierten Unternehmen dürfen nach Rule 139 zum Securities Act<sup>27</sup> Research Reports veröffentlicht werden, solange bestimmte Voraussetzungen erfüllt werden. Dazu zählt, daß die entsprechende Konsortialbank bereits in der Vergangenheit in regelmäßigen Abständen Research Reports über die Gesellschaft veröffentlicht hat und die Kaufempfehlung für die Aktien nicht im Zusammenhang mit der Wertpapieremission geändert wird. Diese „Safe Harbor“-Regel gilt allerdings nicht für den Börsengang (IPO). In den USA entspricht es aber nicht der Marktpraxis, im Zusammenhang mit einem Börsengang Research Reports zu verteilen, auch nicht unter Einhaltung einer Stillhaltefrist („Blackout Period“). Außerhalb der USA<sup>28</sup> ist dagegen bei internationalen Börsengängen als Marktpraxis zu beobachten, daß zwischen dem Ende der Verteilung der Research Reports und dem Beginn der Verteilung des Prospekts eine Frist von nicht weniger als 14 Tagen als Teil der Konsortialvereinbarung verabredet wird. Das Ende dieser Blackout-Periode für die Verteilung von Research Reports liegt typischerweise 30 bis 40 Tage nach Notierungsaufnahme bzw. Durchführung des Angebots, also nach Ablauf der Stabilisierungsfrist. Diese Beschränkungen sollen in erster Linie vermeiden, daß ein Research Report im Zusammenhang mit einer Wertpapiertransaktion als Prospekt angesehen werden könnte, und daß durch die unkontrollierte Verteilung von Research Reports in Ländern, in denen kein öffentliches Wertpapierangebot stattfindet, die dortigen Ausnahmevorschriften für Privatplazierungen verletzt werden.

### III. Rechtsvergleich; Reformbedarf

#### 1. Allgemeines

Das deutsche Kapitalmarktrecht kennt bekanntlich keine allgemeine Zulassung oder Registrierung von Wertpapieren, die öffentlich angeboten werden sollen, durch eine Kapitalmarktaufsichtsbehörde wie die SEC in den USA. Vielmehr ist danach zu unterscheiden, ob die Wertpapiere zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind bzw. zugelassen werden sollen, oder ob sie anderweitig im Inland öffentlich angeboten werden sollen (vgl. §§ 1, 5 Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz). In letzterem Fall ist ein Verkaufsprospekt zu veröffentlichen, dessen Inhalt sich aus dem Verkaufsprospektgesetz und der ergänzenden Verordnung ergibt;<sup>29</sup> der Prospekt ist dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) zu übermitteln und von ihm (eingeschränkt, auf seine Vollständigkeit) zu prüfen (§§ 8, 8 a VerkProspG). Wertpapiere dagegen, die in den Amtlichen Handel oder den Regelten Markt eingeführt werden sollen, bedürfen der Zulassung durch die Zulassungsstelle bzw. den Zulassungsausschuss der betreffenden Börse.<sup>30</sup> Im Falle der Zulassung zum Amtlichen Handel setzt dies die Vorlage eines Börsenzulassungsprospektes voraus, dessen Inhalt durch Börsengesetz und Börsenzulassungsverordnung vorgegeben ist.<sup>31</sup> Für den Regelten Markt – und dies gilt auch

---

<sup>27</sup> 17 C.F.R. 230.139.

<sup>28</sup> Eingehend dazu Schanz, Börseneinführung, 2. Aufl. 2002, S. 291 ff. m. Nachw.

<sup>29</sup> § 7 VerkProspG; Verordnung über Wertpapier-Verkaufsprospekte i.d.F. vom 9.9.1998 (BGBl I 1998, 2853 ff.).

<sup>30</sup> §§ 36, 71 BörsG.

<sup>31</sup> §§ 36 Abs. 3, 38 BörsG i.V. mit der BörsZulV.

für den Neuen Markt<sup>32</sup> – ist ein Unternehmensbericht vorzulegen, dessen Inhalt sich gemäß § 73 BörsG nach den Vorschriften über die Verkaufsprospekt-Verordnung bestimmt. Sollen Wertpapiere dagegen bereits vor ihrer Zulassung zum Amtlichen Handel oder zum Regierten Markt bzw. Neuen Markt öffentlich angeboten werden, so ist hier zwar, der allgemeinen Regel entsprechend, ein Verkaufsprospekt nach dem Verkaufsprospektgesetz vorzulegen; aber auch dessen Inhalt und Kontrolle richten sich – sofern der Zulassungsantrag bereits gestellt wurde – nach den Vorschriften über Börsenzulassungsprospekte bzw. Unternehmensberichte (§ 5 VerkProspG). Nur am Rande sei bemerkt, daß diese Dualität der Zuständigkeit von BAWe und Börsen nach den Vorschlägen der EU-Kommission in Zukunft aufgegeben und die Zuständigkeit für Prospektprüfung und Zulassung einer Behörde (also dem BAWe) übertragen werden soll, die unabhängig von der Börse sein muß.<sup>33</sup> An dieser Stelle muß offenbleiben, ob die dafür von der Kommission gelieferte Begründung wirklich tragfähig ist.

## 2. Informationen außerhalb des Prospekts

a) Nach US-amerikanischem Kapitalmarktrecht ist, wie oben dargestellt, der detaillierten formalen und inhaltlichen Anforderungen unterworfenen und von der SEC geprüften Prospekt das zentrale Informationsmedium, das dem Anleger eine fundierte Entscheidung ermöglichen soll. Dieses Prinzip prägt die einzelnen Vorschriften, die für das erstmalige öffentliche Angebot, sei es über die Börse oder außerhalb, gelten. Dem deutschen Recht ist ein solches umfassendes Offenlegungsprinzip fremd.

Das zeigt sich bereits an dem recht *formal aufgefaßten Begriff des öffentlichen Angebots*. Die SEC legt diesen Begriff sehr weit aus und schließt jegliche Veröffentlichungen ein, die geeignet sind, den Markt zu konditionieren oder ein öffentliches Interesse an den Wertpapieren zu wecken.<sup>34</sup> Dagegen stellt das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel in seiner Bekanntmachung hohe Anforderungen an ein „öffentliches Angebot“.<sup>35</sup> Danach setzt ein „Angebot“ – neben einer entsprechenden Werbung – voraus, daß für den Interessenten die konkrete Möglichkeit zum Erwerb des betreffenden Papiers besteht. Der Interessent muß ein Angebot abgeben können, das durch einfache Erklärung angenommen werden kann. Wird für die Plazierung von Wertpapieren, wie mittlerweile üblich,<sup>36</sup> das Bookbuilding-Verfahren gewählt, so liegt erst mit der Veröffentlichung der Aufforderung zur Abgabe von Zeichnungsangeboten im Anschluß an die Bekanntmachung der Preisspanne ein öffentliches Angebot vor. Dagegen sind allgemeine Werbemaßnahmen und sonstige Veröffentlichungen, in denen auf die Möglichkeit zum Erwerb der Wertpapiere hingewiesen und der Interessent über bloße Emissionsdaten informiert wird, nicht als öffentliches Angebot anzusehen, solange keine Zeichnungsmöglichkeit besteht. Nur wenn ein „öffentliches Angebot“ in dem angedeuteten Sinne vorliegt, kann das BAWe den Vertrieb der Wertpapiere untersagen, falls

---

<sup>32</sup> Regelwerk Neuer Markt Rdz. 4.; eingehend dazu Plückelmann, aaO (Fn. 2), S. 84, 88 f.

<sup>33</sup> Vgl. die „Allgemeinen Bemerkungen“ zur Begründung des Vorschlags einer Prospekttrichtlinie (Fn. 9) und Art. 19 des Richtlinienvorschlages mit Begründung dazu.

<sup>34</sup> S. die Nachweise dazu in Fn. 15.

<sup>35</sup> Vgl. die Bekanntmachung des BAWe zum VerkProspG vom 6.9.1999, BAnz. Nr. 177 vom 21.9. 1999, S. 16180.

<sup>36</sup> S. nur Fredebeil, Aktienemissionen, 2001, S. 172 ff.

die weiteren Anforderungen (Vorlage eines Verkaufsprospekts oder Zulassung zum Börsenhandel) nicht erfüllt sind (§ 8 b VerkProspG).

Die restriktive Haltung des deutschen Rechts setzt sich fort im völligen Fehlen von Vorschriften, die das „*Konditionieren des Marktes*“ vor und während der Prospektprüfung untersagen.<sup>37</sup> Nur für den Verkaufsprospekt (Börsenzulassungsprospekt; Unternehmensbericht) selbst besteht ein Publikationsverbot vor seiner förmlichen Billigung durch das BAWe bzw. die Zulassungsstelle oder der Zulassungsausschuss der betreffenden Börse.<sup>38</sup> Bekanntmachungen, Anzeigen, Veröffentlichungen oder sonstige Dokumente dagegen, in denen das öffentliche Angebot von Wertpapieren angekündigt wird, sind nach deutschem Recht<sup>39</sup> ohne weiteres als zulässig anzusehen und unterliegen keiner strengen Inhaltskontrolle; sie müssen lediglich, wenn in ihnen „auf die wesentlichen Merkmale der Wertpapiere hingewiesen“ wird, einen Hinweis darauf enthalten, daß ein Prospekt veröffentlicht werden wird, und wo das Publikum sich diesen dann beschaffen kann.<sup>40</sup> Bekräftigt wird dies durch die Anknüpfung der strengen Prospekthaftung an den engen, formalen Begriff des „Verkaufsprospekts“ (§ 13 VerkProspG) bzw. „Prospekts“ oder „Unternehmensberichts“ (§§ 45, 77 BörsG). Allerdings soll das öffentliche Angebot von Wertpapieren unter Umgehung der einschlägigen kapitalmarktrechtlichen Vorschriften u.U. eine „bürgerlichrechtliche Prospekthaftung“ auslösen können.<sup>41</sup>

b) Der Begriff des „*öffentlichen Angebots*“ dürfte bereits de lege lata einer weiten, teleologischen Auslegung zugänglich sein. Nach dem Vorschlag der EU-Kommission rechnet dazu künftig „jedes Angebot, jede Auflegung zur öffentlichen Zeichnung oder jede Werbung in jedweder Form, das bzw. die an das Publikum gerichtet ist und dessen Ziel in der Veräußerung bzw. in der Zeichnung von Wertpapieren besteht, wozu auch die Plazierung der Wertpapiere durch Finanzintermediäre zählt“.<sup>42</sup>

---

<sup>37</sup> Zu den Publizitätsbeschränkungen während der Registrierung nach US-amerikanischem Recht oben II. 2.

<sup>38</sup> § 8 a VerkProspG; §§ 36 Abs. 3 a, 73 Abs. 1 a BörsG.

<sup>39</sup> Das ist EU-rechtlich nicht zwingend vorgegeben; vgl. Art. 10 Abs. 2 der Emissionsprospektrichtlinie, 89/298/EWG vom 17.4.1989, ABl. EG Nr. L 124 vom 5.5.1989, S. 8.

<sup>40</sup> § 12 VerkProspG; vgl. auch § 68 BörsZulV. Hinzu kommt, daß der gebilligte Prospekt nach geltendem Recht nicht einfach, z.B. auf einer Website des BAWe oder der Börsenzulassungsstelle, verfügbar ist und dem Anleger auch nicht übermittelt werden muß; vgl. § 9 VerkProspG (Abdruck in den Börsenpflichtblättern oder Bereithalten bei den im Prospekt gehaltenen Zahlstellen und Zulassungsstellen/Zulassungsausschüssen der betreffenden Börsen); ähnlich § 36 Abs. 4 BörsG (zusätzlich Nachricht im Bundesanzeiger bei Zulassung zum Amtlichen Handel); für den Geregelten Markt s. § 72 Abs. 2 Nr. 1 BörsG.- S. demgegenüber für das US-amerikanische Recht Hutter, a.a.O. (Fn. 10), Rdz. 191 ff. und den Vorschlag der EU-Kommission in Art. 12 des Vorschlags der Prospektrichtlinie (Fn. 9).

<sup>41</sup> Einzelheiten mit Nachweisen dazu bei Hamann, in: Schäfer (Hrsg.), WpHG-BörsG-VerkProspG, 1999, §§ 45, 46 a.F. BörsG Rdz. 21, 25; Assmann, in: Assmann/Lenz/Ritz, Verkaufsprospektgesetz, 2001, § 13 VerkProspG Rdz. 11.

<sup>42</sup> Art. 2 Nr. 1. b) des Vorschlags der Prospektrichtlinie (Fn. 9).

Was den *Begriff des Prospekts* angeht, so sieht der Richtlinienvorschlag zwar formale und inhaltliche Verbesserungen vor,<sup>43</sup> aber keine Ausdehnung des formalen Prospektbegriffs auf sonstige Mitteilungen, die das Angebot von Wertpapieren unterstützen. Das erscheint auch nicht geboten, wenn nur sichergestellt wird, daß erstens die Zulassungsstelle bzw. der Zulassungsausschuss im Falle eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren die Vorlage eines ordnungsgemäßen Prospekts im formalen Sinne erzwingen oder das Angebot untersagen kann,<sup>44</sup> zweitens ein vorgelegter Prospekt sämtliche Informationen enthält, die erforderlich sind, um die Anleger in die Lage zu versetzen, sich ein fundiertes Urteil über das angebotene Wertpapier zu bilden,<sup>45</sup> und drittens durch eine Haftungsandrohung<sup>46</sup> und sonstige Vorkehrungen<sup>47</sup> *sichergestellt wird, daß nicht außerhalb des Prospekts, in Mitteilungen oder Berichten, Angaben gemacht werden, die mit den Angaben im Prospekt nicht übereinstimmen oder sonst geeignet sind, die aufgrund des Prospekts zu gewinnende Einschätzung des Wertpapiers zu verändern.*

Rechtspolitisch erscheint das geltende deutsche Recht, was den letzteren Punkt angeht, überprüfungsbedürftig. Zwar mag bereits nach geltendem Recht mit einer Haftungssanktion (Prospekthaftung gemäß § 45 BörsG; § 13 VerkProspG) belegt werden können, wer für die Beurteilung des Wertpapiers bedeutsame Angaben, die nicht ohnedies zwingend als Mindestinhalt in den Prospekt aufzunehmen sind,<sup>48</sup> aus dem Prospekt wegläßt und sie anderweitig veröffentlicht. Und es mag auch zutreffen, daß nach den Grundsätzen der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung haften sollte, wer vor oder nach Einreichen eines Verkaufsprospekts beim BAWe und der Gestattung seiner Veröffentlichung durch das Amt bereits den Vertrieb seiner Wertpapiere einleitet und dabei schriftliche Werbemittel einsetzt, die unrichtige Angaben enthalten.<sup>49</sup> Eine solche Haftung ist aber fraglich, wenn es sich lediglich um Werbematerial handelt, das im Prospekt (noch) nicht gemachte Zusatzangaben bringt, die geeignet sind, die aufgrund des Prospekts zu gewinnende Einschätzung des Wertpapiers zu verändern. Ferner ist zu bedenken, daß Werbematerial schon deshalb, weil es nicht den formalen und inhaltlichen Anforderungen an Prospekte entsprechen muß, zu einer anderen Einschätzung des beworbenen Wertpapiers führen kann, als sie sich aufgrund des – noch nicht veröffentlichten – Prospekts vielleicht ergeben würde, ohne daß es sich darum handelt, daß die veröffentlichten Angaben im gesetzlichen Sinne unvollständig und deshalb unrichtig sind. Davon abgesehen führt Haftung als einziges Sanktionsmittel dazu, daß einzelne (viele) Kapitalmarktteilnehmer im nachhinein genau die Prüfung und den Vergleich von Prospekt und sonstigen Bekanntmachungen, Berichten etc. vornehmen müssen, die vorab der Zulassungsstelle bzw. dem Zulassungsausschuss übertragen werden könnten, die den Prospekt ohnedies zu prüfen haben. Hinzu kommen schließlich die bekannten Kollektivhandlungsprobleme, die allgemein gegen Haftung als „privatisierten“ präventiven

---

<sup>43</sup> Dazu noch unten 3.

<sup>44</sup> Vgl. dazu § 8b VerkProspG.

<sup>45</sup> Vgl. zum Prospektinhalt nach geltendem Recht und seiner Verbesserung de lege ferenda noch unten 3.

<sup>46</sup> Insbesondere bei falschen Angaben.

<sup>47</sup> Vorlage entsprechender Veröffentlichungen bei der Zulassungsstelle bzw. dem Zulassungsausschuss, die insoweit Prüf- und Anordnungs befugnisse erhalten sollten; vgl. den folgenden Text.

<sup>48</sup> Vgl. § 7 VerkProspG; §§ 36 Abs. 3 Nr. 2, 73 Abs. 1 Nr. 2 BörsG.

<sup>49</sup> Zum Streitstand Nachweise bei Assmann, in: Assmann/Lenz/Ritz, a.a.O. (Fn. 41), § 13 Rdz. 13 f.

Anlegerschutz eingewandt werden können.<sup>50</sup> Die – ohnehin nur eingeschränkte - Haftungsandrohung bedarf daher der Ergänzung durch geeignete präventive Vorkehrungen.<sup>51</sup>

Zwei Ansätze bieten sich an: Der Weg des US-amerikanischen Rechts, der grob umschrieben darauf hinausläuft, den Emissionsprospekt zur alleinigen Informationsquelle für den Anleger zu machen, das Konditionieren des Marktes im Hinblick auf ein öffentliches Angebot von Wertpapieren vor oder während des Registrierungsverfahrens zu unterbinden und die Emittentin zu veranlassen, im Prospekt noch nicht enthaltene Zusatzinformationen in diesen aufzunehmen.<sup>52</sup> Zwischen diesem rigorosen Ansatz und dem Weg des deutschen Rechts, Werbung,<sup>53</sup> Vorveröffentlichungen und begleitende Veröffentlichungen – unbeschadet einer evtl. Haftung - uneingeschränkt zuzulassen, sofern sie nur einen Hinweis darauf enthalten, daß demnächst ein Verkaufsprospekt veröffentlicht wird,<sup>54</sup> sieht der Prospektrichtlinienvorschlag der EU-Kommission<sup>55</sup> einen Mittelweg vor: Bekanntmachungen, Anzeigen, Broschüren und dergleichen vor und während des Zulassungsvorgangs sind nicht verboten. Sie sind aber der zuständigen Behörde (BAWe) im voraus zu übermitteln und werden von dieser vor der Veröffentlichung überprüft. Ferner ist in den besagten Dokumenten darauf hinzuweisen, daß ein Prospekt zur Veröffentlichung ansteht, und wo die Anleger ihn erhalten können. Die Werbung muß als solche klar erkennbar sein, und die in einer öffentlichen Bekanntmachung enthaltenen Informationen haben fair, korrekt und auf jeden Fall mit den im Prospekt enthaltenen kohärent zu sein. Das soll auch für mündlich verbreitete Informationen gelten. Des weiteren sieht Art. 13 des Richtlinienvorschlags vor, daß die Kommission im sog. Komitologie-Verfahren detaillierte Regeln erlassen kann, die sicherstellen sollen, daß Werbeaussagen zur Entwicklung des Wertpapiers keinen irreführenden Eindruck im Publikum erwecken.

Die Vorschläge der Kommission stellen einen akzeptablen Kompromiß dar. Bei der Umsetzung in deutsches Recht sollte darauf geachtet werden, daß Informationen, die für die Anlegereinschätzung bedeutsam sein könnten, aber im Prospekt noch nicht enthalten sind, in diesen aufgenommen werden müssen.<sup>56</sup> Sind in einer Broschüre usw. irreführende oder gar falsche Angaben gemacht worden, oder wurden wesentliche Informationen über die Emittentin zur Unzeit außerhalb des Prospekts bzw. anderer vor Veröffentlichung geprüfter

---

<sup>50</sup> Dazu m.w.Nachw. Baums, Gutachten F zum 63. Deutschen Juristentag, 2000, S. F 18 ff., 24 ff.

<sup>51</sup> Ergänzend sei an dieser Stelle noch darauf hingewiesen, daß jedenfalls bei größeren, international platzierten Emissionen der Emittentin in der Regel Kommunikationsrichtlinien durch das Emissionskonsortium vorgegeben werden, die u.a. ausschließen sollen, daß Werbung der Gesellschaft sich in Widerspruch zu ausländischen Kapitalmarktrechten, insbesondere den strikten Regeln des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts, setzt; vgl. dazu etwa Schanz, a.a.O. (Fn. 28), S. 293 ff.; 297 ff. Der Markt sorgt also jedenfalls in diesen Fällen, allerdings eben nicht flächendeckend, selbst für die Beachtung gewisser Standards.

<sup>52</sup> Einzelheiten oben II.2.

<sup>53</sup> Vgl. § 8e VerkProspG: Untersagung nur, wenn über den Umfang der Prüfung durch das BAWe irreführt wird.

<sup>54</sup> Vgl. Fn. 40.

<sup>55</sup> Vgl. oben Fn. 9.

<sup>56</sup> Der Richtlinienvorschlag sieht nur für den Fall privilegierter Informationen an qualifizierte Anleger eine „Offenlegung“ vor, vgl. Art. 13 Nr. 5 des Vorschlags (Fn. 9).

Dokumente verbreitet, ist nach US-amerikanischem Vorbild<sup>57</sup> eine sog. „Cooling Off“ Periode, d.h. die Befugnis der Zulassungsstelle bzw. des Zulassungsausschusses, eine „Stillhaltezeit“ zwischen der irreführenden Mitteilung und der Preisfestsetzung anordnen zu können, zu erwägen.

### 3. Prospektinhalt

a) Die Anforderungen der Verkaufsprospekt-Verordnung<sup>58</sup> und der Börsenzulassungs-Verordnung<sup>59</sup> an Inhalt und Format der Prospekte werden den Bedürfnissen der Anleger auf den modernen, globalen Finanzmärkten nicht mehr gerecht. Mitunter drängt sich der Eindruck auf, daß nach deutschem Recht erstellte Prospekte nicht auf die Information des Anlegers, sondern auf eine vorbeugende Enthaltung des Emittenten und der Emissionshelfer abzielen. Anleger wollen ihre Entscheidungen in zunehmendem Maße aufgrund lückenloser, standardisierter finanzieller und sonstiger Unternehmensinformationen im Prospekt selbst und nicht in nebenher zur Verfügung gestellten Unterlagen und Angaben treffen. Dies bedeutet in formaler Hinsicht Aufbereitung der Informationen durch ein einheitlich aufgebautes Gliederungsschema.<sup>60</sup> Darüber hinaus sollte der Prospekt in einer allgemein verständlichen Sprache formuliert sein, ohne Verwendung von nur Experten zugänglicher Fachsprache und Fachbegriffen, komplizierten Definitionen und Schachtelsätzen. Inhaltlich bedeutet dies, daß künftig auch Schlüsselinformationen zu bestimmten Themen, die bisher nicht oder nur in rudimentärer Form zu finden sind, wie eine Darstellung der Risikofaktoren<sup>61</sup> und des (geprüften<sup>62</sup>) Risikomanagementsystems der Gesellschaft; der Geschäfte und Rechtsbeziehungen mit „nahestehenden Personen“ (dazu unten b)); der Quellen und Entwicklung von Liquidität und Cashflow,<sup>63</sup> eine Einschätzung der Trends in Bezug auf Herstellung, Umsätze und Bestandsentwicklung; eine detaillierte Aufschlüsselung der Bezahlung des Managements und der dadurch vermittelten Anreize durch den Prospekt geliefert werden müssen. Ein erster Schritt in Richtung einer Anpassung der formalen und inhaltlichen Prospekterfordernisse an die internationale Kapitalmarktpraxis wird durch die Einführung der sog. „Going Public Principles“ der Deutsche Börse AG getan werden.<sup>64</sup> Auch die internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) hat bereits 1998 zu diesem Thema Empfehlungen (für grenzüberschreitende Wertpapierplatzierungen) vorgelegt,<sup>65</sup> die EU-Kommission verweist in

---

<sup>57</sup> Vgl. Hutter, a.a.O. (Fn. 10), Rdz. 173.

<sup>58</sup> Verordnung über Wertpapier-Verkaufsprospekte vom 17.12. 1990 (BGBl. I 1990, 2869 ff.).

<sup>59</sup> Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse vom 15. 4. 1987 (BGBl. I 1987, 1234 ff.).

<sup>60</sup> Abdruck der verschiedenen US-amerikanischen „Forms“ etwa bei Jennings/Marsh/Coffee/Seligman, Federal Securities Laws, 1999, S. 366 ff.; zu den Vorstellungen der EU-Kommission hierzu s. Art. 5, 7 – 10 des Richtlinienvorschlages (Fn. 9).

<sup>61</sup> Vgl. dazu aber immerhin Ziff. 4.1.16 Regelwerk Neuer Markt.

<sup>62</sup> Zum Vorschlag der Regierungskommission „Corporate Governance“, künftig eine Prüfung der Risikomanagementsysteme *aller* börsennotierten Gesellschaften vorzusehen, Baums, a.a.O. (Fn. 6), Rdz. 273.

<sup>63</sup> Vgl. dazu § 23 BörsZulV; Ziff. 4.1.10. Regelwerk Neuer Markt.

<sup>64</sup> Geplante Einführung durch die Deutsche Börse AG im Juni 2002; vgl. Fn. 5.

<sup>65</sup> IOSCO, International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers, September 1998.

ihrem Vorschlag einer Prospektrichtlinie hierauf.<sup>66</sup> Im folgenden kann an dieser Stelle näher nur auf zwei Punkte eingegangen werden, die Darstellung von „Related Party Transactions“ und die Aufnahme zukunftsgerichteter Aussagen in den Prospekt.

b) Steht die Emittentin mit einer ihr *nahestehenden Partei in Geschäftsbeziehungen*, liegt das Potential für Interessenkonflikte auf der Hand. International sind die Emittenten daher in der Regel verpflichtet, sowohl in der Angebotsdokumentation für einen Wertpapierverkauf als auch im Rahmen der laufenden Berichtspflicht wesentliche Transaktionen mit Unternehmen oder Individuen, über die sie einen wesentlichen Einfluß ausüben können oder die auf die Emittentin einen erheblichen Einfluß haben, offenzulegen. Form und Umfang dieser Offenlegung sind in den einzelnen Ländern unterschiedlich geregelt.<sup>67</sup> In Deutschland sind die entsprechenden Berichtspflichten bisher nur rudimentär ausgebildet. Nach § 6 Abs. 2 VerkPropV sind, soweit sie dem Anbieter bekannt sind, die Aktionäre, die auf die Emittentin unmittelbar oder mittelbar einen beherrschenden Einfluß haben können, anzugeben. Für den Neuen Markt erweitert das Regelwerk hierfür die Angabepflicht entsprechend der Meldepflicht des § 21 WpHG auf Aktionäre, denen mindestens 5% der Stimmrechte zustehen.<sup>68</sup> Angaben zu sonst mit dem Anbieter verbundenen Unternehmen (Schwestergesellschaften und abhängige Unternehmen) und Personen (mit Ausnahme der Organmitglieder) und zu Geschäften mit solchen nahestehenden Unternehmen und Personen sind nicht zu machen. Eine ähnlich dürftige Regelung enthält die Börsenzulassungsverordnung (§ 19 Abs. 2 Nr. 5), die allerdings überdies Angaben zu Beteiligungsunternehmen der Emittentin fordert (§ 24 BörsZulV).<sup>69</sup> Die Börsenzulassungsverordnung sieht darüber hinaus eine Offenlegung vor, wenn die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder der Emittentin „an Geschäften außerhalb der Geschäftstätigkeit des Emittenten oder an anderen der Form oder der Sache nach *ungewöhnlichen* (Hervorhebung d. Verf.) Geschäften des Emittenten während des laufenden oder des vorhergehenden Geschäftsjahrs“ beteiligt waren.<sup>70</sup>

Die EU-Kommission übernimmt demgegenüber in ihrem Richtlinienvorschlag<sup>71</sup> die sehr viel weitergehenden Offenlegungsempfehlungen der IOSCO.<sup>72</sup> Kurzgefasst sind danach alle wesentlichen Geschäfte zwischen der Emittentin und größeren (unmittelbaren und mittelbaren) Anteilshabern, deren nahen Angehörigen, den Tochtergesellschaften der Emittentin oder mit ihr sonst verbundenen Unternehmen darzustellen. Die Darstellungspflicht erstreckt sich auf Kreditgeschäfte aller Art und auf Geschäfte mit den im Prospekt benannten Beratern.

Die weitgehende Transparenz solcher „Related Party Transactions“ ist im Interesse des Anlegerschutzes zu begrüßen. Für die Unternehmen, die ihren Konzernabschluß nach internationalen Rechnungslegungsstandards erstellen, dürften die Vorschläge der EU-Kommission ohnedies keine erhebliche Neuerung darstellen, da nach diesen Standards bereits

---

<sup>66</sup> Art. 6 Nr. 2 des Richtlinienvorschlags; vgl. Fn. 9.

<sup>67</sup> Zur Rechtslage in den USA oben 3. b).

<sup>68</sup> Ziff. 4.1.6. Regelwerk Neuer Markt.

<sup>69</sup> Ebenso Ziff. 4.1.11. Regelwerk Neuer Markt.

<sup>70</sup> Ebenso Ziff. 4.1.14. Nr. 5 Regelwerk Neuer Markt.

<sup>71</sup> Art. 6 Ziff.2 des Richtlinienvorschlags (Fn. 9)

<sup>72</sup> IOSCO, a.a.O. (Fn. 65). Part I sub VII.



heute über solche Geschäfte zu berichten ist.<sup>73</sup> Im Interesse der Unternehmen ist allerdings zu wünschen, daß sich die Kreise der „nahestehenden Personen“ und der berichtspflichtigen Geschäfte im Konzernabschluß und im Prospekt tunlichst decken. Nur am Rande sei bemerkt, daß sich die seit langem geäußerte Kritik an der Nichtoffenlegung des Berichts über Beziehungen zu verbundenen Unternehmen (§§ 312 ff AktG)<sup>74</sup> auf diesem Wege durch die Entwicklung des Kapitalmarktrechts praktisch erledigt.

c) Zu *Aussagen über die künftige Geschäftsentwicklung*, also insbesondere Umsatzentwicklung, Gewinn- oder Verlustprognosen, schreibt § 11 der Verkaufsprospekt-Verordnung folgendes vor: „Der Verkaufsprospekt muß allgemeine Ausführungen über die Geschäftsentwicklung des Emittenten nach dem Schluß des Geschäftsjahres, auf das sich der letzte offengelegte Jahresabschluß bezieht, sowie Angaben über die Geschäftsaussichten des Emittenten mindestens für das laufende Geschäftsjahr enthalten.“ Eine ähnliche Vorschrift findet sich in der Börsenzulassungs-Verordnung.<sup>75</sup> Die Empfehlungen der IOSCO, die von der EU-Kommission übernommen werden,<sup>76</sup> präzisieren lediglich, über welche „Trends“ im einzelnen berichtet werden sollte.<sup>77</sup> Mindestens ebenso wichtig wie die Anordnung eines solchen „Trendberichts“ wäre freilich, wie die Erfahrungen gerade am Neuen Markt gezeigt haben, die Mitteilung der Annahmen, auf denen die entsprechenden Ausführungen beruhen; die präzise Angabe des Zeitraums, auf den sie sich beziehen; die Verpflichtung, auf Umstände, die der erwarteten Entwicklung entgegenstehen könnten, hinzuweisen; und schließlich eine deutliche Aussage des Inhalts, daß es sich um Vorausschätzungen, nicht etwa um wahrscheinlich eintretende Entwicklungen handelt. Auch in diesem Punkt sollte man sich nicht ausschließlich auf die Prospekthaftung verlassen.<sup>78</sup> Der Vergleich mit den eingehenden Regulierungen entwickelter Kapitalmarktrechte belegt dies.<sup>79</sup>

#### 4. *Research Reports*

a) Aus Sicht des Kapitalmarkts und der Anleger stehen *Marketingaktivitäten* der Emissionshelfer den emissionsbegleitenden Verlautbarungen der Emittentin gleich, und sie werden daher in den angelsächsischen Kapitalmarktrechten eingehenden Regeln unterworfen. Diese Regeln strahlen jedenfalls bei internationalen Emissionen auch auf die Wertpapierplazierungen deutscher Emittenten aus, da bei solchen Emissionen mit einer

---

<sup>73</sup> IAS 24/SFAS 57. Für Unternehmen, die ihren Konzernabschluß nach HGB aufstellen, ist ab dem 30. Juni 2002 der Deutsche Rechnungslegungs-Standard DRS 11 zu beachten, der kapitalmarktorientierte Mutterunternehmen verpflichtet, über Beziehungen zu nahestehenden Personen zu berichten.

<sup>74</sup> Für eine Offenlegung des Abhängigkeitsberichts jedenfalls bei Insolvenz des abhängigen Unternehmens Regierungskommission „Corporate Governance“, vgl. Baums, a.a.O. (Fn. 6), Rdz. 180.

<sup>75</sup> § 29 BörsZulV; vgl. auch Ziff. 4.1.15. Regelwerk Neuer Markt.

<sup>76</sup> Art. 6 Nr. 2 des Richtlinienvorschlags (Fn. 9).

<sup>77</sup> IOSCO, a.a.O. (Fn. 65), Part I sub V.D.

<sup>78</sup> Die Rechtsprechung verlangt in Bezug auf zukunftsbezogene Prospektangaben allgemein, die Prospektverantwortlichen mögen sich bei diesen „Zurückhaltung“ auferlegen und auf Umstände hinweisen, die der erwarteten Entwicklung entgegenstehen können; BGH WM 1982, 862, 865. Ablehnend zum „Zurückhaltungsgebot“ aber Schwark, Börsengesetz, 2. Aufl. 1994, §§ 45, 46 BörsG Rdz. 13.

<sup>79</sup> Zur US-amerikanischen Regulierung oben II. 3. c); zur Rechtslage in Großbritannien Darstellung im Papier der IOSCO, a.a.O. (Fn. 65), Part II sub IV. S. 15.

größeren Anzahl von Konsortialbanken in der Regel der Konsortialführer in Absprache mit der Emittentin Marketingrichtlinien für die Planung und Durchführung von Marketingaktivitäten durch die Konsortialbanken herausgibt, die für alle Mitglieder des Konsortiums verbindlich sind und die den Anforderungen insbesondere der angelsächsischen Kapitalmarktrechte Rechnung tragen.<sup>80</sup> Für das deutsche Recht sind dagegen die Pflichten der Emissionshelfer in Bezug auf das Marketing der zu emittierenden Wertpapiere bisher, soweit ersichtlich, noch nicht umfassend im Zusammenhang untersucht worden. Dies betrifft etwa die Anwendbarkeit der §§ 12 VerkProspG, 68 BörsZulV auf Veröffentlichungen auch der Emissionshelfer; die insiderrechtlich gebotene Herstellung einer „Bereichsöffentlichkeit“ bei Mitteilungen durch die Emissionshelfer; die Pflichten, die sich für die betreffenden Wertpapierdienstleister insoweit aus den Verhaltensregeln der §§ 31 ff WpHG und den begleitenden Richtlinien des BAWe ergeben; und schließlich Fragen der Haftung im Zusammenhang mit der Erstellung und Distribution von Berichten, Bekanntmachungen und sonstigem Werbematerial außerhalb des eigentlichen Prospekts. Diese Fragen verdienen eine eingehendere Erörterung, als sie hier geleistet werden kann. Nur auf der Basis einer solchen Analyse des geltenden Rechts und seiner Defizite wären dann auch die rechtspolitischen Fragen zu beantworten, die sich in diesem Zusammenhang stellen.<sup>81</sup>

b) Ein abgrenzbares Spezialproblem werfen in diesem Zusammenhang die Erstellung und Verteilung von Researchberichten der Konsortialbanken auf. Wie bereits oben dargestellt,<sup>82</sup> finden sich auch insoweit zumindest bei internationalen Emissionen „Research-Richtlinien“, die den Konsortialbanken von der Konsortialführerin vorgegeben werden, um sicherzustellen, daß die Emission nicht wegen Verstoßes gegen ausländische, insbesondere angelsächsische, Kapitalmarktregeln verstößt, die sich u.a. auch mit der Erstellung und Verteilung solcher Researchberichte durch die Emissionshelfer befassen.

Auch in Deutschland wird man es künftig nicht dabei bewenden lassen können, daß die Emissionsbegleiter sich an die Pflichten aus der Organisationsrichtlinie des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel<sup>83</sup> halten. Als Mitglied eines Emissionskonsortiums verfügt ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen in der Regel über Kenntnisse von „compliance-relevanten“ Tatsachen, also insbesondere Insidertatsachen gemäß § 13 WpHG, und hat deshalb durch entsprechende organisatorische Vorkehrungen, etwa durch „Chinese Walls“, dafür zu sorgen, daß die entsprechenden Informationen grundsätzlich nicht anderen Geschäftsbereichen, die sonstige marktbezogene Wertpapierdienstleistungen erbringen, also zum Beispiel der Abteilung für die Erstellung der an Dritte abzugebenden Research Reports, zur Verfügung stehen.<sup>84</sup> Die Befolgung dieser Richtlinie sollte vielmehr, der Marktpraxis bei internationalen Börsengängen folgend, auch nach außen hin belegt und sichergestellt werden. Nicht zuzustimmen ist dabei allerdings dem Vorschlag, Studien und Analysen der emissionsbegleitenden Banken künftig allen, auch

---

<sup>80</sup> S. etwa Schanz, a.a.O. (Fn. 28), S. 291 ff.

<sup>81</sup> Unter anderem ist nach der bisherigen Fassung des Art. 13 des Vorschlags einer Prospekttrichtlinie (vgl. Fn. 9) unklar, ob diese Vorschrift, die die Werbung für zu emittierende Wertpapiere betrifft, und die auf der Grundlage dieser Norm zu erlassenden Ausführungsbestimmungen auch für Werbung durch Emissionshelfer gelten soll.

<sup>82</sup> Oben II.4.

<sup>83</sup> Richtlinie des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs. 1 WpHG vom 25. Oktober 1999.

<sup>84</sup> 3. Abschnitt der Richtlinie (vorige Fn).

Privatanlegern, allgemein zugänglich zu machen.<sup>85</sup> Eine solche Publizitätspflicht würde, da es sich bei der Erstellung der Researchberichte um eine mit erheblichen Kosten verbundene Wertpapierdienstleistung handelt, vermutlich dazu führen, daß eine solche Studie zu einem Wertpapier, dessen Emission vom selben Institut begleitet wird, gar nicht erst angeboten würde. Gegen nicht „transaktionsspezifische“, unabhängige Studien ist aber auch während des Zulassungsverfahrens nichts einzuwenden, und es ist kein Grund ersichtlich, weshalb solche Studien allgemein und kostenlos dem Anlegerpublikum zur Verfügung gestellt werden müßten. Allerdings sollten insoweit folgende Vorkehrungen beachtet werden:

- Entsprechende Studien zu dem betreffenden Wert oder Unternehmen sind von dem emissionsbegleitenden Institut bereits früher (seit mindestens 12 Monaten) erstellt worden;
- eine frühere Kaufempfehlung wird nicht (nach oben) geändert; eine erstmalige Kaufempfehlung wird nicht ausgesprochen;
- der Research Report sollte klar zum Ausdruck bringen, daß er kein vollständiges Bild aller Chancen und Risiken einer Gesellschaft liefert;
- es sollte klargestellt werden, daß maßgebende Unterlage für den Erwerb des Wertpapiers der Prospekt ist.

Alternativ käme, um auszuschließen, daß ein Investor seine Anlageentscheidung auf der Grundlage eines Research Reports statt des Verkaufsprospekts trifft, nach dem Vorbild bei internationalen Börsengängen die Festlegung einer „Blackout“-Periode in Betracht, die 14 Tage vor dem Beginn des öffentlichen Angebots (d.h. der Verteilung des Prospekts) beginnen und ca. 30 bis 40 Tage nach Durchführung des Angebots, d.h. nach Ablauf der Stabilisierungsfrist, enden würde.<sup>86</sup>

Diese Regeln sollten, um eine einheitliche Praxis sicherzustellen, in einen Kapitalmarktkodex aufgenommen werden und werden derzeit von der Deutschen Börse im Rahmen der Erstellung der „Going Public Principles“<sup>87</sup> erwogen. Eine Regulierung durch den Gesetz- oder den Verordnungsgeber sollte erst in Betracht gezogen werden, wenn sich dies als erforderlich erweist.

---

<sup>85</sup> So der Initiativkreis Privatanleger der Wertpapierbörse Stuttgart; vgl. Financial Times Deutschland, 7.12.2001, S. 12.

<sup>86</sup> Vgl. oben II.4.

<sup>87</sup> Vgl. Fn 5 und Fn 64.

### Arbeitspapiere

(internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>)

(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere  
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1 Theodor Baums Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany  
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],  
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993,  
S. 151 ff.)
- 2 Theodor Baums Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993 S. 1 ff.)
- 3 Theodor Baums Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German  
Perspective.  
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financierwezen 1992  
S. 249 ff.)
- 4 Theodor Baums Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen  
aus deutscher Sicht
- 5 Theodor Baums The German Banking System and its Impact on Corporate Finance  
and Corporate Governance  
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.],  
The Japanese Main Bank System, Oxford 1994, S. 409 ff.)
- 6 Theodor Baums Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs.  
Continental AG
- 7 Theodor Baums/  
Michael Gruson The German Banking System - System of the Future?  
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])
- 8 Philipp v. Randow Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 23 ff.)
- 9 Theodor Baums Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994 S. 1 ff.)
- 10 Markus König Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.  
Eine empirische Untersuchung
- 11 Theodor Baums Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and  
Policy Issues

- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA  
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994 S. 126 ff.)
- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den  
Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages -  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994  
S. 86 ff.)
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in  
Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs")  
(publ. in: Der Betrieb 1993 S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent  
Developments  
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance  
[Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe  
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance:  
The German Experience and a New Approach  
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional  
Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and  
Aktiengesellschaften  
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1 S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von  
Kapitalmarktrechten  
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/  
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine  
empirische Untersuchung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen  
(publ. in: ZIP 1995 S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/  
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach  
amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 173 ff.)

- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG  
(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995 S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany  
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen  
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996 S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende Betrachtung  
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker [1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Studie -  
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996 S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/  
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996 S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law  
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996] S. 318 ff.)

- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996 S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German Perspective  
(publ. in: European Financial Services Law 1996 S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1996 S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder  
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/  
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen und aktuelle Reformfragen  
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997], S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/  
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market Value of the Firm  
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997 S. 699 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages  
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die Aktiengesellschaft 1997 S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1997 S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung  
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung [1998], S. 145 ff.)

- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes Deutschland  
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
- 51 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern  
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligavereine und Börse  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union: A Comparative Study  
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998 S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen -  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des "kalten Delisting"  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998 S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften  
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)



- 61 Theodor Baums  
GWB-Novelle und Kartellverbot  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König  
Vom Options-Fonds zur Fonds-Option  
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge  
Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/Ingo  
Rogge/Matthias Wanke  
Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna  
Börsenreform
- 66 Theodor Baums/  
Erik Theissen  
Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und  
Aktienemissionen  
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I,  
Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-  
Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht  
und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck  
Bausparkassen als Konzerntöchter  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums  
Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-  
Chrysler case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE]  
1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer  
Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums  
Corporate Governance in Germany - System and Current  
Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi  
recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer  
Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos  
Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungs-  
dienstleistungen,  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff.  
und Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)

- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden  
Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.)
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur  
Reformdiskussion -  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999  
S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/  
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany  
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights  
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:  
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung  
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter  
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler -  
Chrysler  
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre  
Universität Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000  
S. 112 ff.)
- 83 Theodor Baums/  
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und  
deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets  
and Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum,  
2000, 33)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation  
(publ. unter dem Titel „Reform des Rechts zur Verhinderung  
der Börsenkursmanipulation  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2000, S. 1131 ff.)

- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel/  
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht  
(publ. in: ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual  
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges  
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International  
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance  
– Summary of Recommendations –
- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte
- 90 Theodor Baums/  
Mathias Stöcker Rückerwerb eigener Aktien und WpÜG
- 91 Stefan Berg/  
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum  
Deutschen Corporate Governance Kodex
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding  
Companies
- 93 Theodor Baums/  
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)